

2025. 11. 13



▲ 금융

Analyst 조아해

02. 6454-4870

like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희

02. 6454-4905

kunhee.kong@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 177,000 원**현재주가 (11.13)** 168,400 원**상승여력** 5.1%

KOSPI 4,170.63pt

시가총액 336,800 억원

발행주식수 20,000 만주

유동주식비율 45.72%

외국인비중 23.00%

52주 최고/최저가 168,400 원/73,600 원

평균거래대금 512.3 억원

주요주주(%)

삼성물산 외 8 인 43.56

신세계 외 1 인 8.07

국민연금공단 6.87

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.2 95.4 70.8

상대주가 -7.9 22.2 -1.0

주가그래프**삼성생명** 032830**3Q25 Review: 반영된 기대감**

- ✓ 3Q 지배주주순이익 7,230억원 (+7.3% YoY, -4.7% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 -45.0% YoY (별도 기준): 보험금 예실차 적자폭 크게 확대
- ✓ 투자손익 +71.6% YoY (연결 기준): 건물매각이익 2,400억원
- ✓ K-ICS비율 192.7% (+6.0%p QoQ): 장기 금리 반등, 계열사 주가 상승 등
- ✓ 투자의견 Hold 및 적정주가 177,000원 유지

3Q25 지배주주순이익 7,230억원: 컨센서스 상회

삼성생명 3Q 지배주주순이익은 7,230억원 (+7.3% YoY, -4.7% QoQ)으로 컨센서스를 2% 상회했다. 건물매각이익 기반 투자손익이 양호했다.

[보험손익] 전년동기대비 45.0% 감소하며 부진했다 (별도 기준). 1) CSM상각익은 CSM잔액 성장률 (+8.3% YoY)에 힘입어 양호했으나 (+4.9% YoY), 2) 예실차 및 기타 부문은 보험금 예실차 확대 (손해율 85.7% vs. 3Q24 78.1%), 손실계약부담비용 확대 (적전 YoY) 등으로 예상대비 부진했다 (-1,333억원 vs. 3Q24 -104억원).

[CSM Movement] CSM은 14.0조원 (+2.2% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 사망보험 판매량 확대 (APE +20.6% vs. 2Q25 -4.7% QoQ)로 양호했다 (+13.4% QoQ). 2) CSM조정은 전분기 일회성 요인 소멸의 기저 효과 외에도 유지율 하락으로 경상대비 소폭 확대된 것으로 판단된다.

[투자손익] 전년동기대비 71.6% 증가했다 (연결 기준). 일회성 이익 (건물매각이익 2,400억원)이 발생한 가운데, 연결효과도 주효했다 (+37.6% YoY).

[자본비율] K-ICS비율은 192.7% (+6.0%p QoQ)로 개선되었다. 장기 금리 반등, 계열사 주가 상승 등에 기인한다.

긍정적인 지표이지만

투자의견 Hold 및 적정주가 177,000원을 유지한다. 1) 건강보험 중심 체질 개선이 지속되고 있는 가운데 (CSM 잔액 내 56%; +8%p YoY), 2) 부진한 보험 업황에도 불구하고, 생보사 특성 및 양호한 투자손익 기반 이익 개선세를 시현했으며 (+7.3% YoY), 3) 계열사의 지분 가치 상승에 따른 BVPS 상승이 이어지고 있다. 다만 현재 주가에는 3)과 관련된 기대감이 반영된 것으로 판단된다 (25E 배당수익률 3%).

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,448	950	1,895	10,169	n/a	221,593	6.8	0.3	4.6	0.6	5.4
2024	537	1,963	2,107	11,301	11.1	163,690	8.4	0.6	6.9	0.7	4.7
2025E	1,218	1,609	2,383	12,677	12.2	200,704	13.3	0.8	6.3	0.8	3.4
2026E	1,327	1,596	2,413	12,825	1.2	212,108	13.1	0.8	6.0	0.8	3.6
2027E	1,462	1,660	2,566	13,589	6.0	224,116	12.4	0.8	6.1	0.8	3.9

표1 삼성생명 3Q25P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 2% 상회 기록

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	268.4	477.1	(43.7)	560.8	(52.1)				
투자손익	547.5	319.1	71.6	354.6	54.4				
영업이익	815.8	796.2	2.5	915.4	(10.9)	835.2	(2.3)	858.2	(4.9)
당기순이익	723.0	673.6	7.3	758.9	(4.7)	711.6	1.6	719.7	0.5
신계약 CSM	871	835	4.4	769	13.4				
CSM 잔액	14,047	12,963	8.4	13,746	2.2				
K-ICS비율 (%)	193	194	(0.8)	187	6.0				

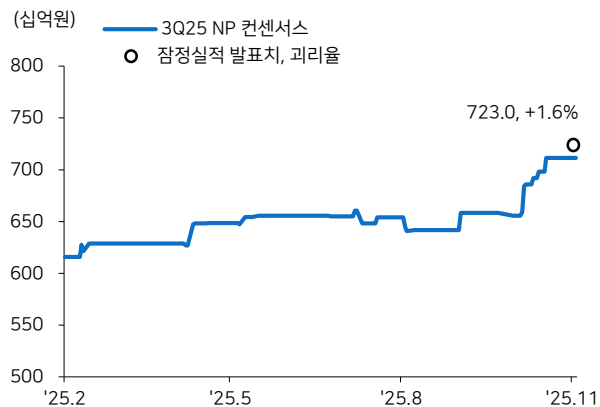
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성생명, 2025년 · 2026년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 +1% 상회, -1% 하회 전망

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	2,827	2,844	(0.6)	2,923	2,967	(1.5)
지배주주순이익	2,383	2,364	0.8	2,413	2,421	(0.3)

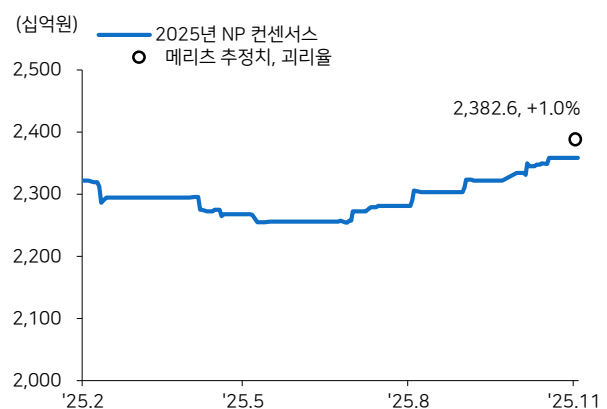
자료: QuantiWise, 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 지배주주순이익, 컨센서스 +1.6% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주순이익, 컨센서스 +1.0% 상회 전망



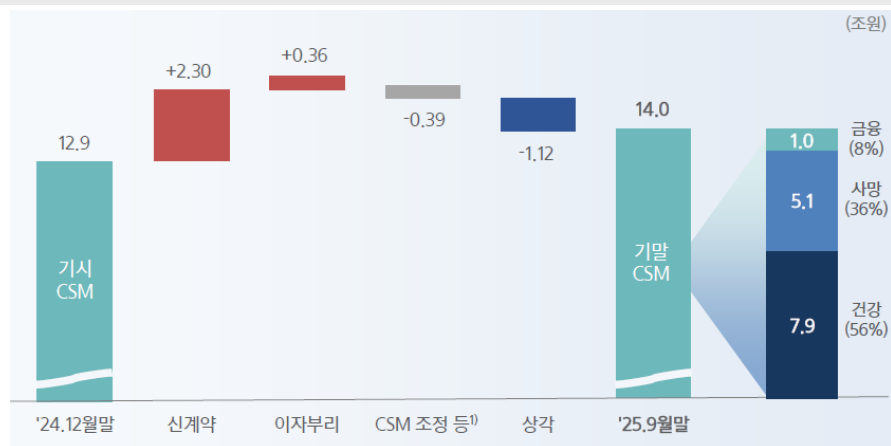
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
보험손익	277.7	560.8	268.4	110.8	360.0	443.2	371.0	152.9	536.6	1,217.7	1,327.0
일반/변동수수료모형(VFA)	328.4	602.5	310.6	140.5	390.2	471.0	413.3	180.7	653.2	1,381.9	1,455.2
CSM상각	368.2	390.0	386.9	411.7	414.0	420.0	427.5	435.3	1,393.4	1,556.7	1,696.7
RA환입	85.7	84.4	89.8	90.6	93.2	92.6	92.6	93.4	323.5	350.6	371.8
예실차 및 기타	(125.5)	128.2	(166.2)	(361.9)	(116.9)	(41.6)	(106.9)	(347.9)	(1,063.6)	(525.4)	(613.3)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(21.0)	(12.5)	(6.7)	(9.6)	(8.1)	(8.8)	(8.5)	(8.7)	(21.1)	(49.7)	(34.1)
기타사업비	(29.7)	(29.2)	(35.5)	(20.1)	(22.1)	(18.9)	(33.8)	(19.2)	(95.5)	(114.5)	(94.1)
투자손익	476.2	354.6	547.5	230.7	511.6	517.9	471.6	95.0	1,963.1	1,609.0	1,596.0
보험금융손익	(1,921.4)	(2,968.7)	(2,632.8)	(2,523.5)	(2,482.4)	(2,468.8)	(2,473.6)	(2,493.2)	(6,230.5)	(10,046.5)	(9,918.0)
투자서비스손익	2,397.7	3,323.3	3,180.2	2,754.2	2,994.0	2,986.6	2,945.2	2,588.2	8,193.7	11,655.5	11,514.0
영업이익	754.0	915.4	815.8	341.5	871.6	961.0	842.6	247.8	2,499.8	2,826.7	2,923.0
영업외이익	88.5	94.2	137.9	45.5	89.4	95.2	139.3	45.9	313.9	366.1	369.7
세전이익	842.5	1,009.6	953.7	387.0	960.9	1,056.2	981.9	293.8	2,813.7	3,192.8	3,292.8
법인세비용	(165.0)	(216.0)	(192.8)	(83.5)	(229.8)	(228.1)	(210.7)	(59.0)	(553.4)	(657.3)	(727.7)
당기순이익	677.5	793.6	760.9	303.5	731.1	828.1	771.1	234.8	2,260.3	2,535.5	2,565.1
지배주주 순이익	635.3	758.9	723.0	265.5	693.1	790.1	733.2	196.8	2,106.8	2,382.6	2,413.2

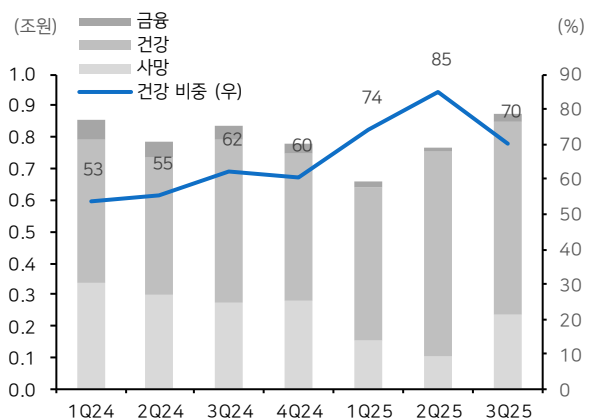
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



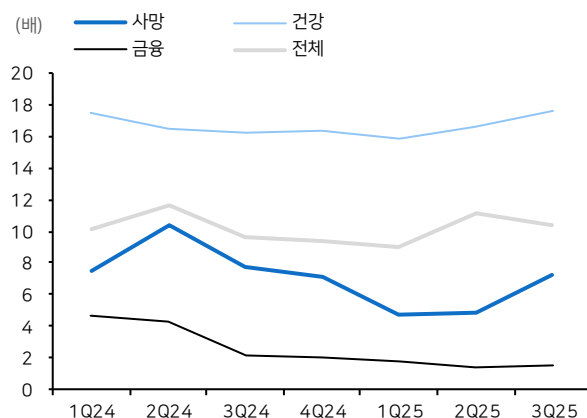
자료: 삼성생명

그림4 신계약 CSM 추이



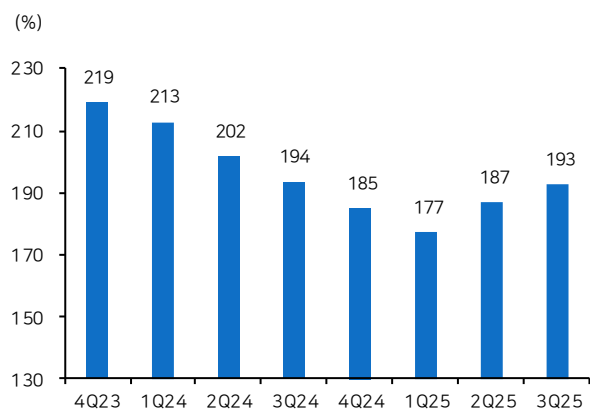
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 (APE기반 추정)



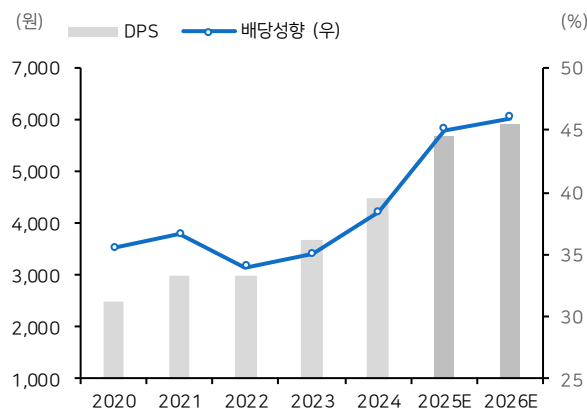
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS 및 배당성향 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

삼성생명(032830)

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	305,008	301,448	327,427	336,971	346,902
현금및예치금	5,494	4,178	3,254	3,317	3,383
유가증권	214,744	212,540	240,814	250,822	261,237
FVPL	44,552	45,753	50,259	51,817	53,439
FVOCI	167,665	164,154	187,466	194,997	202,834
AC	39	61	86	86	86
대출채권	78,220	78,118	77,273	78,882	80,557
부동산	6,549	6,612	6,217	6,350	6,488
비운용자산	9,688	10,770	2,246	2,053	1,372
자산총계	314,696	312,219	329,673	339,024	348,274
책임준비금	220,090	233,988	241,806	248,704	255,381
보험계약부채	190,261	203,097	210,595	217,190	223,558
최선추정(BEL)	175,876	188,111	194,090	199,944	205,643
위험조정(RA)	2,364	2,401	2,668	2,553	2,424
보험계약마진(CSM)	12,021	12,585	13,837	14,693	15,490
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0	0	0
투자계약부채	29,308	30,298	30,603	30,912	31,223
기타부채	50,288	45,493	47,727	47,898	48,071
부채총계	270,378	279,481	289,533	296,602	303,451
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,420	19,944	21,604	23,406
해약환급금준비금	0	0	0	0	0
자본조정	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액	26,333	13,205	20,017	20,638	21,237
비지배지분	14,028	9,524	17,989	18,555	19,102
자본총계	44,319	32,738	40,141	42,422	44,823

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS	10,169	11,301	12,677	12,825	13,589
BPS	221,593	163,690	200,704	212,108	224,116
수정 BPS	266,516	211,107	252,273	266,782	281,679
보통주 DPS	3,700	4,500	5,700	6,100	6,500
Valuation (배, %)					
PER	6.8	8.4	13.3	13.1	12.4
PBR	0.3	0.6	0.8	0.8	0.8
수정 PBR	0.3	0.4	0.7	0.6	0.6
배당성향	35.1	38.4	45.0	47.5	48.0
보통주 배당수익률	5.4	4.7	3.4	3.6	3.9
재무비율 (%)					
ROA	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	4.6	6.9	6.3	6.0	6.1
수정 ROE	3.8	5.4	5.0	4.8	4.8

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,448	537	1,218	1,327	1,462
일반/변동수수료모형(VFA)	1,536	653	1,382	1,455	1,586
CSM 상각	1,384	1,393	1,557	1,697	1,787
RA 환입	469	323	351	372	382
예실차 및 기타	(317)	(1,064)	(525)	(613)	(584)
보험료배분(PPA)	0	0	0	0	0
재보험손익	(27)	(21)	(50)	(34)	(34)
기타사업비	(61)	(96)	(115)	(94)	(90)
투자손익	950	1,963	1,609	1,596	1,660
보험금융손익	(9,189)	(6,231)	(10,046)	(9,918)	(9,907)
투자서비스손익	10,139	8,194	11,655	11,514	11,567
영업이익	2,398	2,500	2,827	2,923	3,121
영업외이익	161	314	366	370	373
세전이익	2,559	2,814	3,193	3,293	3,495
법인세비용	(525)	(553)	(657)	(728)	(777)
당기순이익	2,034	2,260	2,535	2,565	2,718
지배주주 순이익	1,895	2,107	2,383	2,413	2,566

Key Financial Data II

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익					
신계약 CSM	3,628	3,261	3,218	3,481	3,496
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	14.0	10.1	10.7	11.5	11.3
CSM 상각률 (%)	9.5	8.8	9.5	9.4	9.4
CSM Movement					
기초 CSM	10,749	12,247	12,902	14,226	15,082
신계약 CSM	3,628	3,261	3,218	3,481	3,496
이자부리	402	468	495	547	579
CSM 조정	(1,163)	(1,705)	(864)	(1,510)	(1,525)
CSM 상각	(1,368)	(1,370)	(1,525)	(1,663)	(1,753)
기말 CSM	12,247	12,902	14,226	15,082	15,880
투자손익					
투자서비스 수익률	4.2	3.4	4.6	4.3	4.2
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.4	2.6	2.0	2.4	2.3

주: 별도 기준

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.11.15	기업브리프	Buy	94,000	조아해	-14.4	12.8	
2024.05.20	기업브리프	Buy	110,000	조아해	-18.5	-11.2	
2024.08.29	산업분석	Buy	120,000	조아해	-22.3	-9.2	
2025.05.16	기업브리프	Buy	105,000	조아해	14.7	34.0	
2025.08.13	기업브리프	Buy	152,000	조아해	-0.7	9.9	
2025.10.24	산업브리프	Hold	177,000	조아해	-	-	